

公牛集团 (603195.SH) 盈利能力延续提升趋势，新业务渠道体系趋于完善

2023年05月04日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）
吕明（分析师）
周嘉乐（分析师）
陆帅坤（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

lushuaikun@kysec.cn

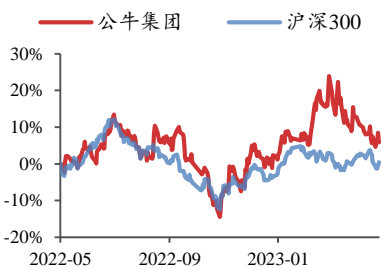
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790121060033

日期	2023/5/4
当前股价(元)	151.45
一年最高最低(元)	174.97/117.70
总市值(亿元)	910.33
流通市值(亿元)	907.36
总股本(亿股)	6.01
流通股本(亿股)	5.99
近3个月换手率(%)	7.85

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2022Q4 业绩迎恢复性增长，看好成本回落以及渠道体系完善下2023年业绩增长和新品类放量——公司信息更新报告》-2023.4.10

《墙开受益线下及地产回暖，新业务进入放量阶段，建议关注2023年业绩向上修复弹性——公司信息更新报告》-2023.2.16

《与吉利达成战略合作，新能源电连接版图再扩充——公司信息更新报告》-2022.12.16

● 2022Q4-2023Q1 盈利提升，品类及渠道深化赋能成长，维持“买入”评级

2022年公司实现营收140.81亿元(+13.7%)，归母净利润31.89亿元(+14.68%)，扣非归母净利润29.04亿元(+10.32%)。单季度来看2022Q4营收36.07亿元(+6.95%)，归母净利润8.27亿元(+44.10%)，扣非归母净利润7.92亿元(+47.53%)。2023Q1营收33.34亿元(+8.31%)，归母净利润7.36亿元(+14.74%)，扣非归母净利润6.45亿元(+14.83%)，2022Q4-2023Q1盈利改善。考虑到原材料成本回落及新业务放量，我们上调2023-2024年盈利预测，并新增2025年盈利预测，预计2023-2025年归母净利润37.10/42.74/49.43亿元（2023-2024年原值为36.82/42.34亿元），对应EPS为6.17/7.11/8.22元，当前股价对应PE为24.0/20.8/18.0倍，长期看好品类以及渠道深化带动业绩增长，维持“买入”评级。

● 2022年新能源业务放量，新渠道体系趋于完善，原有渠道体系持续深化

收入按业务拆分，2022年公司电连接/智能电工照明/新能源业务分别实现营收70.51/68.49/1.53亿元，同比分别+4.22%/+23.39%/+638.62%，电连接业务增长轨道插座等中高端产品占比提升带动均价同比+4.97%。渠道方面，C端装饰渠道持续推动全品类专卖区下沉至县镇市场，同时启动全品类旗舰店建设布局。B端渠道方面，持续围绕装企、工程项目和地产精装房三大业务进行精细化开发。新能源业务针对C端渠道已开拓汽贸店、汽车美容装潢店等专业分销商5000余家，针对B端渠道已对重点企业事业单位、物业、充电站等客户进行开发试点。

● 原材料成本回落带动毛利率提升，期待新业务规模效应驱动长期盈利向上

2022年毛利率38.0% (+1.05pct)，2022Q4毛利率40.98% (+8.71pct)，2023Q1毛利率37.15% (+2.68pct)，成本压力缓解支撑毛利率同比提升。2022年销售/管理/研发/财务费用率同比分别+1.16pct/+0.10pct/+0.37pct/-0.06pct。综合影响下2022年公司扣非净利率20.62% (-0.63pct)，2022Q4扣非净利率21.95% (+6.04pct)。2023Q1扣非净利率19.36% (+1.10pct)，季度盈利延续提升趋势。

● 风险提示：新品销售不及预期；行业竞争风险加剧；原材料价格持续上涨等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	12,385	14,081	16,281	18,582	21,174
YOY(%)	23.2	13.7	15.6	14.1	14.0
归母净利润(百万元)	2,780	3,189	3,710	4,274	4,943
YOY(%)	20.2	14.7	16.3	15.2	15.7
毛利率(%)	37.0	38.0	38.4	39.0	39.3
净利率(%)	22.4	22.6	22.8	23.0	23.3
ROE(%)	25.8	25.7	23.0	22.3	21.4
EPS(摊薄/元)	4.63	5.30	6.17	7.11	8.22
P/E(倍)	32.0	27.9	24.0	20.8	18.0
P/B(倍)	8.3	7.2	5.5	4.7	3.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2022 年及 2023Q1 营收增长稳健，原材料成本回落背景下盈利能力提升	3
1.1、 按业务拆分：电连接受益均价提升平稳增长，新能源业务快速增长	3
2、 2022Q4-2023Q1 受益成本回落，盈利能力稳步提升	4
2.1、 盈利能力：成本回落带动盈利能力逐季度提升	4
2.2、 营运能力：现金流处于相对健康状况，存货周转及回款能力保持良性状态	6
3、 盈利预测与投资建议	6
4、 风险提示	7
附：财务预测摘要	8

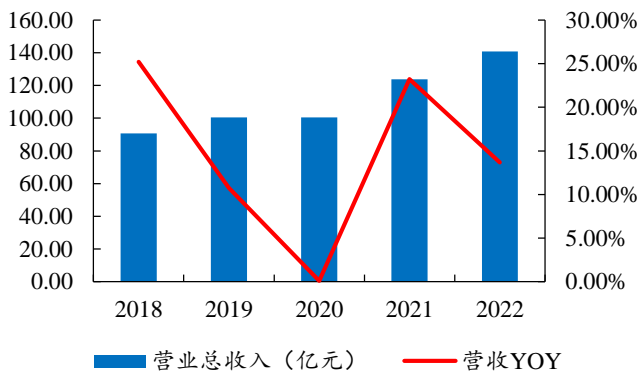
图表目录

图 1： 2022 年公司实现营收 140.81 亿元 (+13.7%)，增长稳健	3
图 2： 2022Q4/2023Q1 公司分别实现营收 36.07 亿元 (+6.95%)、33.34 亿元 (+8.31%)	3
图 3： 2022 年公司实现净利润 31.89 亿元 (+14.68%)，原材料成本压力趋缓	3
图 4： 2022Q4/2023Q1 公司分别实现净利润 8.27 亿元 (+44.10%)、7.36 亿元 (+14.74%)	3
图 5： 2022 年整体毛利率 38.0% (+1.05pct)，原材料成本压力缓解	5
图 6： 2022Q4/2023Q1 公司毛利率分别为 40.98% (+8.71pct)、37.15% (+2.68pct)	5
图 7： 2022 年期间费用率 12.65% (+1.58pct)，其中销售费用率提升相对明显主系费用投入增加所致	5
图 8： 2022Q3/2023Q1 期间费用率分别为 13.88% (+1.6pct)、13.58% (+1.64pct)	5
图 9： 2022 年公司净利率为 22.64% (+0.19pct)	6
图 10： 2022Q4/2023Q1 公司净利率分别为 22.93% (+5.91pct)、22.07% (+1.24pct)	6
图 11： 公司存货周转效率维持相对健康状态区间	6
图 12： 公司回款能力保持相对稳定	6

1、2022 年及 2023Q1 营收增长稳健，原材料成本回落背景下 盈利能力提升

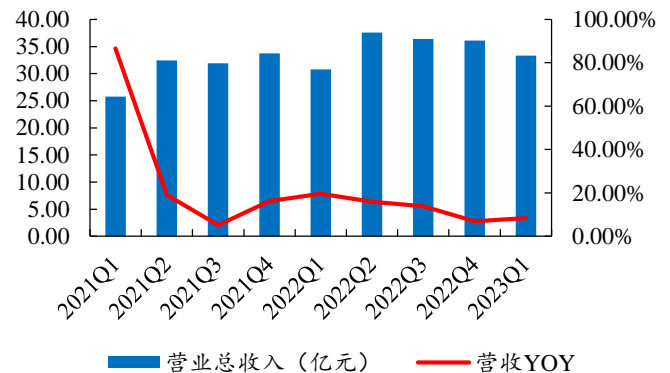
2022 年实现营收 140.81 亿元 (+13.7%)，归母净利润 31.89 亿元 (+14.68%)，扣非归母净利润 29.04 亿元 (+10.32%)。单季度来看 2022Q4 实现营收 36.07 亿元 (+6.95%)，归母净利润 8.27 亿元 (+44.10%)，扣非归母净利润 7.92 亿元 (+47.53%)。2023Q1 实现营收 33.34 亿元 (+8.31%)，归母净利润 7.36 亿元 (+14.74%)，扣非归母净利润 6.45 亿元 (+14.83%)，2023Q1 期末合同负债 8.66 亿元 (+100.58%)，下游经销商保持较高提货意愿。

图1：2022 年公司实现营收 140.81 亿元 (+13.7%)，增长稳健



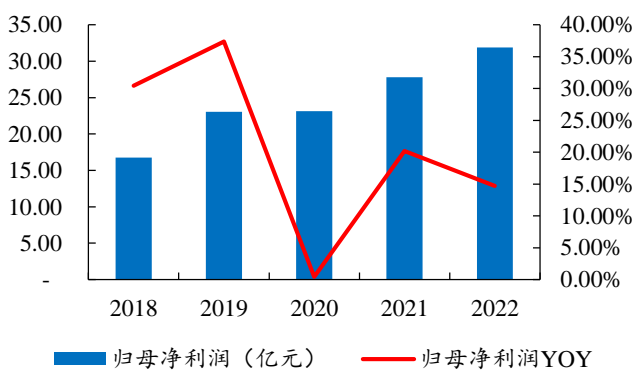
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2022Q4/2023Q1 公司分别实现营收 36.07 亿元 (+6.95%)、33.34 亿元 (+8.31%)



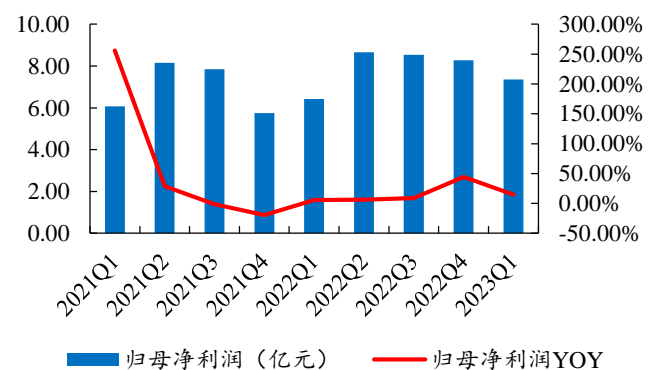
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2022 年公司实现净利润 31.89 亿元 (+14.68%)，原材料成本压力趋缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022Q4/2023Q1 公司分别实现净利润 8.27 亿元 (+44.10%)、7.36 亿元 (+14.74%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、按业务拆分：电连接受益均价提升平稳增长，新能源业务快速增长

(1) **电连接业务**：2022 年实现营收 70.51 亿元 (+4.22%)，本期口径有所调整，新能源电连接业务单独披露，数码配件业务并入电连接业务。量价上看，2022 年电连接产品销售 56419 万件 (-0.71%)，均价 12.5 元 (+4.97%)，均价提升支撑营收平稳增长，或主要系轨道插座等中高端产品占比提升。

C 端五金渠道方面，通过提升门店陈列、打造专卖区等举措提高单店效率及产出。此外公司入驻政企采购平台，进一步开拓潮玩店、精品书店、高端超市等新渠道。

(2) 智能电工照明业务：2022 年实现营收 68.49 亿元 (+23.39%)。**墙开方面**积极布局主流价位段大面板超薄产品，针对薄弱渠道推出 G35 系列开关，针对 B 端渠道打造基础、高端、智能产品的阶梯组合。**基础光源方面**完善细分场景照明需求得产品布局，并逐步补齐商用照明领域产品线。**装饰灯方面**外观进行“超薄”升级，功能上深化智能控制。**无主灯方面**推出“沐光”新品牌，搭配自主研发 MOS 系统。生态产品方面不断迭代创新浴霸、智能门锁、智能晾衣机、风扇灯、断路器等。量价上看，2022 年智能电工照明业务量价齐升。

C 端装饰渠道方面，公司持续推动全品类专卖区下沉至县镇市场，同时启动全品类旗舰店建设布局。此外开展公牛品牌无主灯核心网点建设，并进一步拓展集吊店和厨卫综合店等新渠道。

B 端渠道方面，公司持续围绕装企、工程项目和地产精装房三大业务进行精细化开发。一方面以墙开、智能五主灯为核心深化与头部装企合作，与 200 家知名头部装企建立合作关系。另一方面聚焦性开拓地产精装房业务，与泰康、保利、中建等优质地产公司稳固合作。

(3) 新能源业务：2022 年实现营收 1.53 亿元 (+638.62%)。**产品方面**，针对 C 端已推出高功率随车充、A00 级车专用 Mini 充电桩、智联版充电桩等新品，针对 B 端直流充电桩已实现 20kw~240kw 全功率段覆盖。

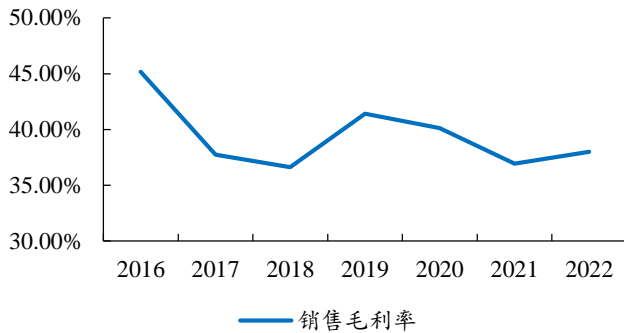
新能源渠道方面，2022 年已招募百余家专业经销商，针对 C 端渠道已开拓汽贸店、汽车美容装潢店等专业分销商 5000 余家，并搭建了“配送访销”方法及流程。针对 B 端渠道已对重点企事业单位、物业、充电站等客户进行开发试点。

2、2022Q4-2023Q1 受益成本回落，盈利能力稳步提升

2.1、盈利能力：成本回落带动盈利能力逐季度提升

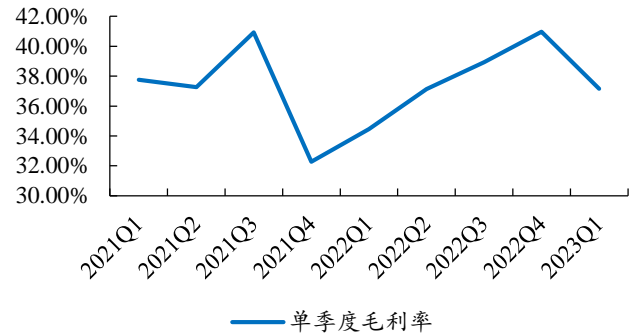
(1) 毛利率：2022 年整体毛利率 38.0% (+1.05pct)，单季度来看 2022Q4 毛利率 40.98% (+8.71pct)，2023Q1 毛利率 37.15% (+2.68pct)，毛利率延续提升趋势主要系原材料成本压力缓解。2022Q4 同比较大修复主要系同期受原材料成本压力较大且当期提价同比仍有贡献。**分品类来看**，2022 年电连接产品/智能电工照明产品/新能源产品毛利率分别为 34.25%/41.93%/32.34%，同比分别+1.61pct/-0.09pct/+4.93pct。其中新能源产品随着快速放量，毛利率提升显著。

图5：2022 年整体毛利率 38.0% (+1.05pct)，原材料成本压力缓解



数据来源：Wind、开源证券研究所

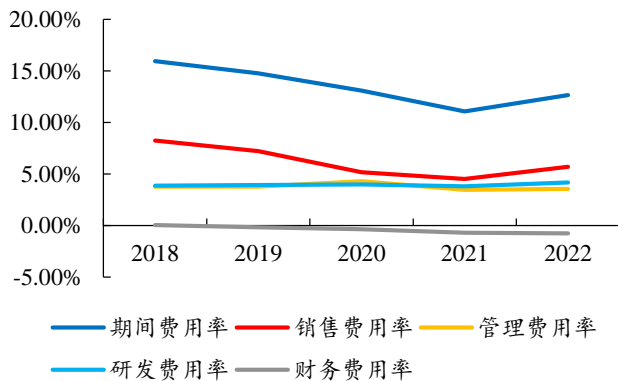
图6：2022Q4/2023Q1 公司毛利率分别为 40.98% (+8.71pct)、37.15% (+2.68pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

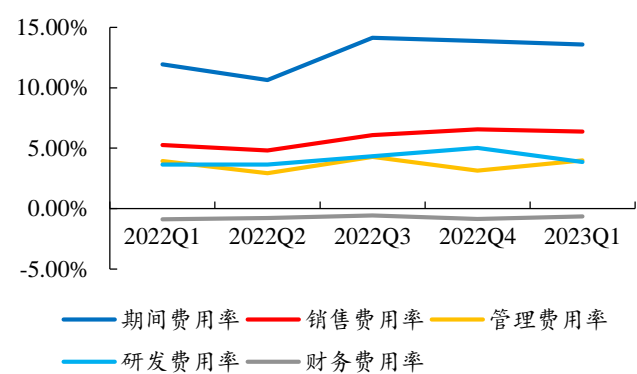
(2) 费用端：2022 年期间费用率 12.65% (+1.58pct)，2022Q4 期间费用率 13.88% (+1.6pct)，2023Q1 期间费用率 13.58% (+1.64pct)。其中 2022 年销售费用/管理费用/研发费用/财务费用率分别为 5.68%/3.56%/4.18%/-0.77%，同比分别 +1.16pct/+0.10pct/+0.37pct/-0.06pct，2022Q4 同比分别 +1.78pct/+0.17pct/-0.01pct/-0.34pct，2023Q1 同比分别 +1.13pct/+0.05pct/+0.23pct/+0.24pct。销售费用率延续提升趋势主要系广告费、业务推广费投入增加所致，管理费用率延续小幅提升趋势主要系人员工资及股权激励费用增长所致。

图7：2022 年期间费用率 12.65% (+1.58pct)，其中销售费用率提升相对明显主系费用投入增加所致



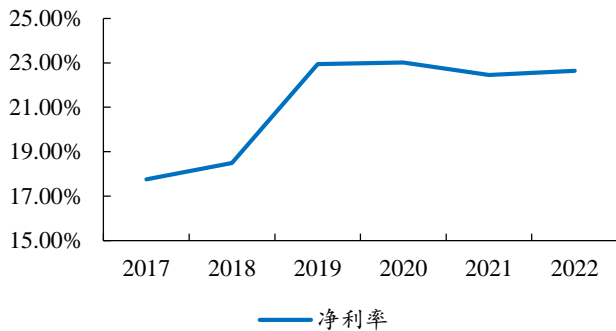
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2022Q3/2023Q1 期间费用率分别为 13.88% (+1.6pct)、13.58% (+1.64pct)

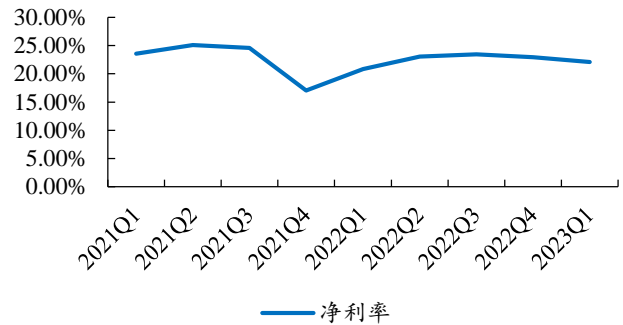


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 净利率：综合影响下 2022 年公司净利率为 22.64% (+0.19pct)，扣非净利率 20.62% (-0.63pct)。2022Q4 净利率 22.93% (+5.91pct)，扣非净利率 21.95% (+6.04pct)。2023Q1 净利率 22.07% (+1.24pct)，扣非净利率 19.36% (+1.10pct)，盈利延续提升趋势。

图9：2022 年公司净利率为 22.64% (+0.19pct)


数据来源：Wind、开源证券研究所

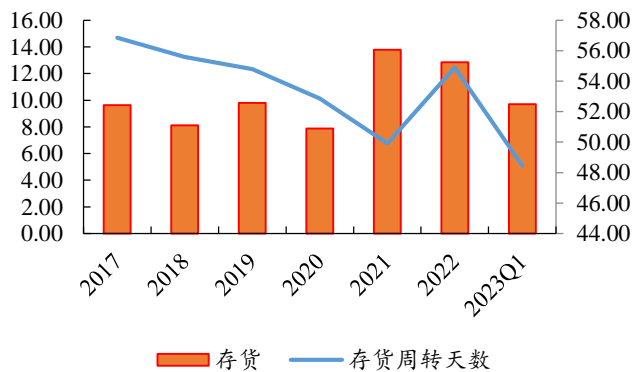
图10：2022Q4/2023Q1 公司净利率分别为 22.93% (+5.91pct)、22.07% (+1.24pct)


数据来源：Wind、开源证券研究所

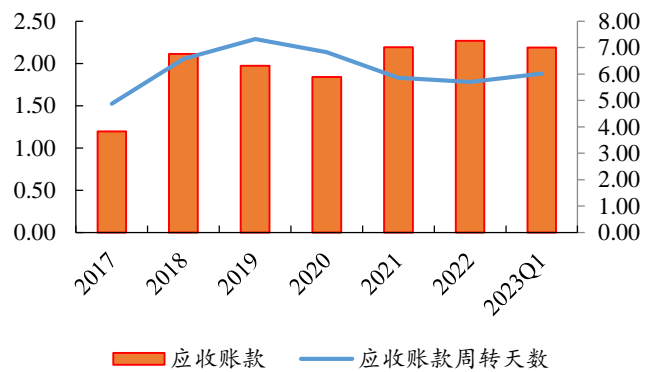
2.2、营运能力：现金流处于相对健康状况，存货周转及回款能力保持良性状态

(1) **存货**：截至 2022 年底，公司存货为 12.85 亿元，同比下降 6.66%。截至 2023Q1 期末，公司存货为 9.71 亿元，较 2022 年末下降 24.43%。2022 年存货周转天数 55 天 (+5 天)，2023Q1 存货周转天数 48 天 (-6 天)，整体存货周转效率良好。

(2) **应收账款**：截至 2022 年底，公司应收账款为 2.27 亿元，同比增长 3.44%。截至 2023Q1 期末，公司应收账款为 2.19 亿元，同比下降 3.55%。2022 年应收账款周转天数 6 天，2023Q1 周转天数 6 天，回款能力保持相对稳定。

图11：公司存货周转效率维持相对健康状态区间(单位：亿元、天)


数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：公司回款能力保持相对稳定(单位：亿元、天)


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) **现金流**：2022 年公司经营性现金流净额为 30.58 亿元 (+1.45%)，经营性现金流量保持相对稳定；筹资性现金流净额为 -19.45 亿元 (-177.6%)，主要系本期银行借款减少所致。2023Q1 公司经营性现金流净额为 14.39 亿元 (+231.88%)，主要系材料采购成本下降，库存下降及预收款增加所致。

3、盈利预测与投资建议

2022 年公司实现营收 140.81 亿元(+13.7%)，归母净利润 31.89 亿元(+14.68%)，扣非归母净利润 29.04 亿元(+10.32%)。单季度来看 2022Q4 营收 36.07 亿元(+6.95%)，归母净利润 8.27 亿元 (+44.10%)，扣非归母净利润 7.92 亿元 (+47.53%)。2023Q1

营收 33.34 亿元 (+8.31%)，归母净利润 7.36 亿元 (+14.74%)，扣非归母净利润 6.45 亿元 (+14.83%)，2022Q4-2023Q1 盈利改善。考虑到原材料成本回落及新业务放量，我们上调 2023-2024 年盈利预测，并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润 37.10/42.74/49.43 亿元（2023-2024 年原值为 36.82/42.34 亿元），对应 EPS 为 6.17/7.11/8.22 元，当前股价对应 PE 为 24.0/20.8/18.0 倍，长期看好品类以及渠道深化带动业绩增长，维持“买入”评级。

4、风险提示

新品销售不及预期；行业竞争风险加剧；原材料价格持续上涨等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	13257	13560	15643	18653	22714
现金	4377	4612	6276	9477	12821
应收票据及应收账款	220	227	0	0	0
其他应收款	196	72	238	116	287
预付账款	29	50	41	63	56
存货	1377	1285	1773	1683	2236
其他流动资产	7058	7315	7315	7315	7315
非流动资产	2217	3090	3178	3221	3266
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1498	1854	2021	2135	2232
无形资产	296	326	327	312	298
其他非流动资产	424	910	830	774	736
资产总计	15474	16650	18821	21875	25980
流动负债	4617	4086	2548	2565	2701
短期借款	500	845	845	845	845
应付票据及应付账款	1704	1644	0	0	0
其他流动负债	2412	1597	1703	1720	1856
非流动负债	101	149	151	151	152
长期借款	0	0	1	2	2
其他非流动负债	101	149	149	149	149
负债合计	4718	4235	2699	2716	2853
少数股东权益	0	16	13	9	4
股本	601	601	601	601	601
资本公积	3914	3864	3864	3864	3864
留存收益	6314	8059	11766	16035	20973
归属母公司股东权益	10756	12399	16109	19150	23124
负债和股东权益	15474	16650	18821	21875	25980

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3014	3058	1678	4473	4380
净利润	2780	3185	3706	4269	4938
折旧摊销	230	251	264	312	361
财务费用	-88	-108	-99	-81	-93
投资损失	-190	-272	-250	-239	-250
营运资金变动	82	-192	-1957	196	-594
其他经营现金流	200	194	13	16	18
投资活动现金流	-1589	-1746	-105	-121	-161
资本支出	475	1019	352	356	406
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-1114	-727	246	235	245
筹资活动现金流	-701	-1945	91	-1150	-876
短期借款	0	345	0	0	0
长期借款	-160	0	1	0	0
普通股增加	1	-0	0	0	0
资本公积增加	94	-51	0	0	0
其他筹资现金流	-635	-2240	90	-1151	-876
现金净增加额	723	-627	1664	3201	3344

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	12385	14081	16281	18582	21174
营业成本	7809	8730	10029	11335	12853
营业税金及附加	83	116	121	138	156
营业费用	560	800	928	1059	1186
管理费用	428	501	570	632	699
研发费用	471	588	700	799	889
财务费用	-88	-108	-99	-81	-93
资产减值损失	-16	-12	6	7	7
其他收益	391	133	127	130	129
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	190	272	250	239	250
资产处置收益	-11	-3	-4	-4	-5
营业利润	3651	3814	4420	5083	5878
营业外收入	4	4	6	3	3
营业外支出	331	63	21	24	28
利润总额	3325	3754	4405	5062	5854
所得税	545	569	699	792	916
净利润	2780	3185	3706	4269	4938
少数股东损益	0	-3	-4	-4	-5
归属母公司净利润	2780	3189	3710	4274	4943
EBITDA	3454	3918	4562	5193	5937
EPS(元)	4.63	5.30	6.17	7.11	8.22

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	23.2	13.7	15.6	14.1	14.0
营业利润(%)	30.3	4.5	15.9	15.0	15.6
归属于母公司净利润(%)	20.2	14.7	16.3	15.2	15.7
获利能力					
毛利率(%)	37.0	38.0	38.4	39.0	39.3
净利率(%)	22.4	22.6	22.8	23.0	23.3
ROE(%)	25.8	25.7	23.0	22.3	21.4
ROIC(%)	168.5	182.6	96.6	114.9	111.6
偿债能力					
资产负债率(%)	30.5	25.4	14.3	12.4	11.0
净负债比率(%)	-29.3	-29.6	-33.1	-44.6	-51.4
流动比率	2.9	3.3	6.1	7.3	8.4
速动比率	2.3	2.9	5.3	6.5	7.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	61.4	63.1	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.2	5.2	12.2	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	4.63	5.30	6.17	7.11	8.22
每股经营现金流(最新摊薄)	5.01	5.09	2.79	7.44	7.29
每股净资产(最新摊薄)	17.89	20.63	26.80	31.86	38.47
估值比率					
P/E	32.0	27.9	24.0	20.8	18.0
P/B	8.3	7.2	5.5	4.7	3.9
EV/EBITDA	23.2	20.0	16.8	14.2	11.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn